

의류

완만한 상승세 초입

4분기 성수기 실적은 시장 기대치에 부합할 전망

4분기 내수 브랜드 업체들의 실적은 전반적으로 양호할 전망이다. 전년도 탄핵 정국으로 인한 기저효과가 존재하는 가운데, 11월 이른 한파와 히트 아이템(롱패딩) 탄생이 고단가의 겨울 의류 수요를 이끌어낸 영향으로 분석한다. 4분기 실적 시즌을 앞두고 LF, 신세계인터내셔널, 코웰패션에 주목할 필요가 있다. **LF(BUY, TP 4.2만원)**의 4분기 연결 영업이익은 484억원을 기록하며, 시장 기대치(443억원)를 상회할 전망이다. 본업 외형 성장에 의한 체질 개선 효과 증대와 자회사 손실폭 축소 및 M&A 효과가 수익성 개선에 기여할 것으로 보인다. **신세계 인터내셔널(BUY, TP 9.5만원)**은 3분기에 이어 4분기에도 기존 사업부들의 고른 실적 개선세가 신규 사업인 폴 푸아레 투자비용 부담을 상쇄하며 수익성 개선을 보일 전망이다. 라이프스타일에 더불어 코스메틱 사업부가 새로운 캐쉬카우 역할을 해줄 것으로 기대된다. 밸류에이션도 역사적 하단에 위치해 있다. **코웰패션(BUY, TP 6,800원)**은 내수 업체 가운데 가장 독보적인 실적 모멘텀을 보일 것으로 전망한다. 추운 날씨로 기존 동내의 가 판매 호조를 보이는 가운데, 롱패딩이란 새로운 아이템 매출이 큰 폭으로 더해진 영향이다. 채널 믹스 및 영업레버리지 효과로 패션사업부 4분기 영업이익률은 23.9%에 달할 것으로 추정한다. 12MF PER 8.5배로 밸류에이션 매력도 높다.

2018년 상반기 완만한 상승세 이어갈 전망

4분기 실적 개선이 한파와 롱패딩 열풍에 의한 단발성일 수 있지 않겠냐는 우려가 있다. 하나금융투는 2018년 상반기에도 국내 의류 소비는 완만한 회복세를 이어갈 가능성이 높다고 판단한다. ①전년도 기저효과(1H17 -1.5%)가 존재하며, ②의류비지출전망CSI가 지난 9월부터 4개월 연속 103을 기록하며 양호한 수준을 유지하고 있는 가운데, ③수출 낙수 효과 및 최저임금 인상 등에 따른 가계 소득 증가가 실제 소비로 이어지게 하는 촉매제 역할을 할 것으로 예상하기 때문이다. 단, 가계 소비 내 의류비 지출 비중이 전년 수준은 유지된다는 것을 전제로 한다. 한편, 개별 업체들은 성장 정체 장기화에 대한 대응으로 비용 슬림화, 채널 믹스 변화 및 사업 다각화로 체질 개선을 해놓은 상황이다. 외형 회복 시 레버리지 효과까지 기대해볼 수 있다. 내수 브랜드 업체들의 평균 밸류에이션은 12MF PER 10.5배로 2012년 이후 신저점을 형성하고 있고, 실적은 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다. 매수 적기로 판단한다.

Earnings Preview

Overweight

Top pick 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(1월9일)
LF(093050)	BUY	42,000(상향)	33,600원
신세계인터내셔널(031430)	BUY	95,000원(상향)	74,000원
코웰패션(033290)	BUY	6,800원	4,800원
한섬(020000)	BUY	41,000원(하향)	30,000원
F&F(007700)	BUY	54,000원	40,600원

Financial Data (K-IFRS 연결)

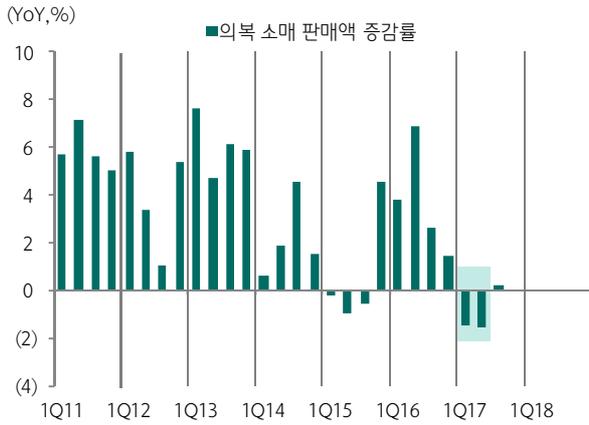
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	3,725	3,951	4,815	5,306	5,637
영업이익	십억원	196	258	369	442	492
세전이익	십억원	201	248	392	462	516
순이익	십억원	168	176	291	343	383
EPS	원	3,501	3,537	5,885	6,944	7,755
증감률	%	3.49	1.03	66.38	17.99	11.68
PER	배	18.37	15.49	9.96	8.45	7.57
PBR	배	1.16	0.90	1.10	1.00	0.90
EV/EBITDA	배	10.57	6.80	7.17	5.83	4.86
ROE	%	6.41	6.35	9.63	10.28	10.38
BPS	원	53,344	56,236	61,799	68,119	75,249
DPS	원	173	187	220	220	220

주: 내수 패션 5개사(LF, 한섬, F&F, 신세계인터내셔널, 코웰패션) 합산
자료: 각사, 하나금융투자



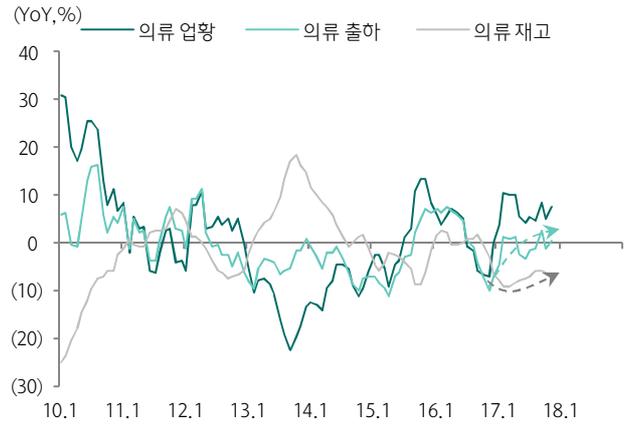
Analyst 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

그림 1. 의류 소매 판매액 증감률 추이



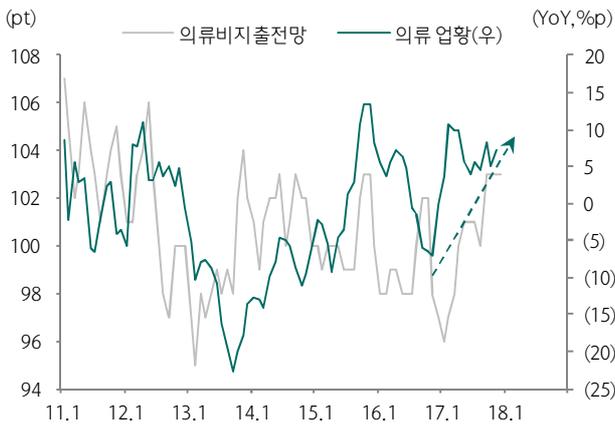
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 국내 의류 출하 증가, 재고 감소 → 업황 개선 국면



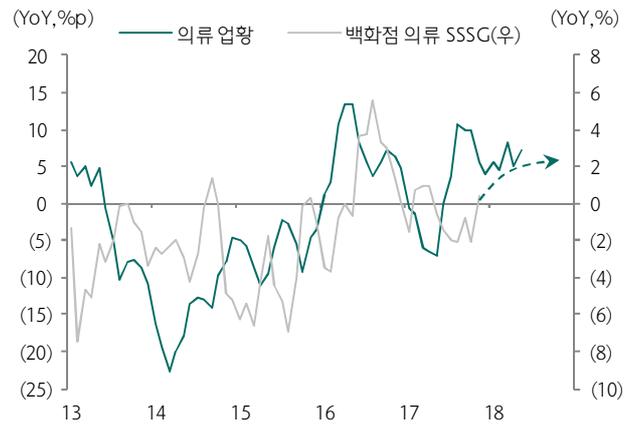
주: 3M.MA 수치임
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 3. 의류비지출전망과 국내 의류 업황



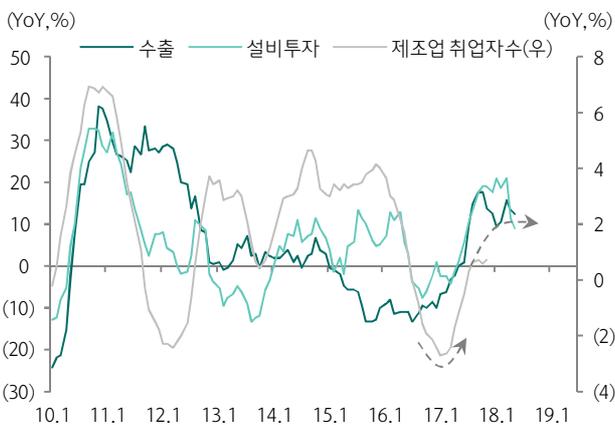
주: 3M.MA 수치임
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 4. 국내 의류 업황과 백화점 의류 기준점 성장률



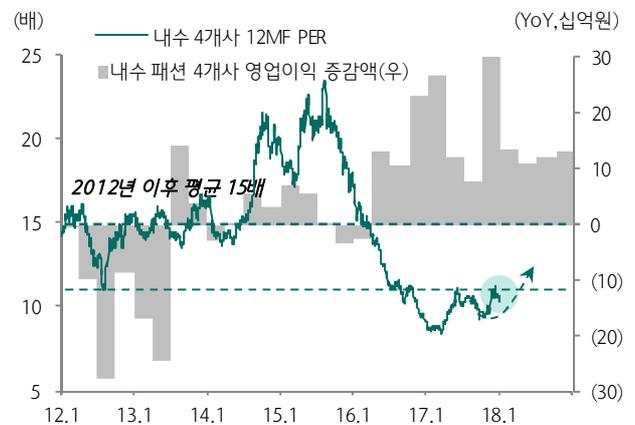
주: 3M.MA 수치임, 의류 업황 6개월 선행
자료: 한국은행, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 5. 수출 낙수 효과



주: 3M.MA 수치임, 수출 증감률 및 설비투자지수 6개월 선행
자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

그림 6. 내수 4개사 PER과 영업이익 증감액 추이



주: 3M.MA 수치임, 의류비지출전망 6개월 선행
자료: 한국은행, 통계청 하나금융투자

표 1. 내수 브랜드 업체 4분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	항목	4Q16	4Q17F	YoY(%)	컨센서스	과리율(%)	2017F	2018F	YoY(%)
LF	매출	452	489	8.2	480	1.8	1,607	1,706	6.2
	영업이익	34	48	42.5	44	9.3	110	135	22.2
	지배순익	25	36	45.8	33	9.2	88	103	17.8
	OPM(%)	7.5	9.9		9.2		6.9	7.9	
한섬	매출	246	410	66.9	444	(7.5)	1,238	1,398	13.0
	영업이익	27	33	22.1	33	(0.7)	82	98	20.8
	지배순익	18	26	47.2	23	10.7	67	77	14.9
	OPM(%)	10.8	7.9		7.4		6.6	7.0	
신세계인터	매출	292	329	12.7	322	2.4	1,110	1,197	7.8
	영업이익	15	18	16.0	19	(5.2)	28	37	35.4
	지배순익	14	23	65.5	19	20.9	30	41	36.2
	OPM(%)	5.3	5.4		5.9		2.5	3.1	
F&F	매출	171	228	33.6	217	4.9	546	635	16.4
	영업이익	30	41	40.0	40	3.8	85	94	9.8
	지배순익	22	31	37.9	28	8.3	64	71	10.1
	OPM(%)	17.3	18.2		18.4		15.7	14.8	
코웰패션	매출	81	103	28.2	108	(3.8)	315	369	17.1
	영업이익	12	23	85.4	25	(5.8)	64	76	19.3
	지배순익	5	14	167.4	17	(13.7)	43	51	19.3
	OPM(%)	15.4	22.3		22.8		20.4	20.7	

자료: 하나금융투자

표 2. 내수 브랜드 Coverage 투자 의견 및 밸류에이션 테이블

(주가 기준일자: 2018/1/9)

종목	투자 의견	목표주가		매출액	영업이익	(지배)순익	EPS	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE	Div. Ratio
		(원)	FY											
LF	BUY	42,000	16	1,529.3	79.0	51.7	1,767	5.2	3.4	12.2	0.6	3.1	5.0	2.3
			17F	1,606.9	110.4	87.6	2,997	6.9	5.5	11.2	0.9	4.4	8.0	1.6
			18F	1,705.9	135.0	103.2	3,531	7.9	6.1	9.5	0.8	3.3	8.8	1.5
한섬	BUY	41,000	16	712.0	72.0	56.5	2,293	10.1	7.9	15.2	1.0	8.1	6.6	0.9
			17F	1,237.9	81.5	66.9	2,718	6.6	5.4	11.0	0.8	8.8	7.4	1.0
			18F	1,398.3	98.4	76.9	3,122	7.0	5.5	9.6	0.7	7.4	7.9	1.0
신세계 인터내셔널	BUY	95,000	16	1,021.1	27.0	17.4	2,432	2.6	1.7	27.2	1.0	13.3	3.7	0.9
			17F	1,109.7	27.7	29.9	4,194	2.5	2.7	17.6	1.1	13.4	6.1	0.8
			18F	1,197.7	38.3	41.5	5,809	3.2	3.5	12.7	1.0	10.9	8.0	0.8
F&F	BUY	54,000	16	439.0	45.6	30.2	1,963	10.4	6.9	8.9	1.2	4.9	14.2	2.0
			17F	545.8	85.4	64.4	4,179	15.7	11.8	9.7	2.2	6.0	25.1	0.8
			18F	635.4	93.8	70.8	4,600	14.8	11.1	8.8	1.8	4.9	22.2	0.9
코웰패션	BUY	6,800	16	249.7	34.5	20.0	215	13.8	8.0	14.4	2.1	7.7	16.2	0.0
			17F	314.8	64.1	42.6	466	20.4	13.5	10.3	2.4	5.8	27.9	0.0
			18F	368.8	76.5	50.8	561	20.7	13.8	8.5	1.9	4.4	25.5	0.0

주: K-IFRS 연결기준

자료: 하나금융투자

표 3. 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 2018/1/9, 단위: 원)

종목	현재주가	투자 의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
LF	33,600	BUY	BUY	37,000	42,000	25%	실적 추정치 상향 조정
신세계인터내셔널	74,000	BUY	BUY	81,000	95,000	28%	밸류에이션 상향 조정(15배 → 16배)
한섬	30,000	BUY	BUY	43,000	41,000	37%	실적 추정치 하향 조정

자료: 하나금융투자

2018년 1월 10일

신세계인터내셔널(031430)

4Q17 Pre: 체질 개선 작업 성과 확인

4분기 매출 YoY 13%, 영업이익 YoY 16% 증가 전망

4분기 연결 매출과 영업이익을 각각 전년동기 대비 12.7%, 16% 증가한 3,293억원, 179억원으로 전망한다. 3분기에 이어 4분기에도 신규 사업 풀 푸아레 투자비용 부담(20억원)을 기존 사업부들의 실적 개선으로 상쇄하며 증익을 이어나갈 전망이다. 수익성 개선 주 요인은 ①고마진 사업부인 코스메틱(럭셔리+비디비치) 고성장(YoY +150%)에 따른 이익 기여도 확대, ②추운 날씨로 판매 호조를 보인 여성복/캐주얼의 영업레버리지 효과, ③라이프스타일 JAJU의 SI빌리지닷컴 매출 비중 확대 및 상품 믹스 개선 효과, ④SSG.com 입점 이후 가파른 상승세를 보이는 SI빌리지닷컴의 비용 부담 완화다. 종속회사 신세계토크보이 매출은 브랜드 리뉴얼 효과로 YoY 20% 성장, 영업이익은 남성복 코모도 투자 영향으로 YoY 14% 증가한 55억 원 수준으로 예상된다. 관계회사인 몽클레르는 환화에 따른 호실적, 신세계사이먼은 집객 회복에 따른 실적 개선을 보이며 신규 사업인 신세계인터코스코리아 지분법 손실분을 상쇄해 줄 것으로 전망한다.

2018년 수익성 개선 지속 가시성 높아

체질 개선을 기반으로 한 실적 개선은 올해도 이어질 전망이다. 해외 패션 부문은 부실 브랜드 축소와 동시에 효율성이 좋은 신규 브랜드 도입을 통해 수익 구조를 개선시켜 나가고 있고, 코스메틱 사업부는 지난해 이익 기여도가 15%로 급상승하며 새로운 캐쉬카우로 자리매김할 것으로 기대된다. 자체 패션 브랜드(보브/지컷/디자인유나이티드/토크보이)는 상품성 강화를 통해 인지도를 제고했으며, 연간 이익 기여도가 약 50%인 라이프스타일은 온라인 채널에 적합한 카테고리로서 SI빌리지닷컴 채널 확장과 외형 성장의 궤를 같이 할 것으로 보인다. 실적 리스크 요인으로 주시했던 신규 사업 풀 푸아레에 대한 우려도 완화되었다. 비즈니스 본격화(18FW 론칭 계획)로 손실 폭이 전년 대비 확대되긴 하겠지만, 직접 매장을 운영하는 형태가 아닌 사입 형태로 전개할 것으로 파악돼 초기 투자 비용 증가가 제한적일 것으로 보인다. 또한, 올 상반기 개최 예정인 패션쇼에 대한 업계 평가에 따라 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용할 수도 있다.

실적 턴어라운드 대비한 저점 매수 유효

시간 가중치 변경 및 밸류에이션 상향 조정(Target PER 15배 → 16배)으로 목표주가를 기존 8.1만원에서 9.5만원으로 상향하며, 투자 의견 BUY를 유지한다. 현 주가는 12MF PER 12.5 배로 역사적 하단에 위치해 있다. 턴어라운드 감안 시 저점 매수가 유효하다.

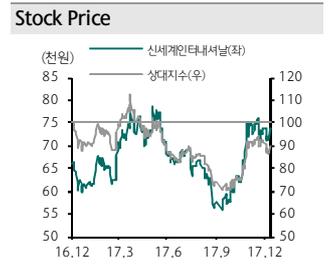
Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 95,000원(상향) | CP(1월9일): 74,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,510.23
52주 최고/최저(원)	79,000/56,100
시가총액(십억원)	528.4
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	7,140.0
60일 평균 거래량(천주)	23.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
18년 배당금(예상, 원)	600
18년 배당수익률(예상, %)	0.81
외국인지분율(%)	4.88
주요주주 지분율(%)	
신세계 외 6인	68.05
국민연금	10.40
추가상승률	1M 6M 12M
절대	2.1 10.1 19.4
상대	0.2 4.4 (2.6)

Consensus Data		
	2018	2019
매출액(십억원)	1,197.8	1,280.8
영업이익(십억원)	39.1	51.3
순이익(십억원)	39.4	50.8
EPS(원)	5,401	6,940
BPS(원)	74,431	80,758



Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	1,005.2	1,021.1	1,109.7	1,197.7	1,268.1
영업이익	십억원	19.9	27.0	27.7	38.3	49.0
세전이익	십억원	25.5	25.5	38.6	53.5	65.7
순이익	십억원	21.1	17.4	29.9	41.5	51.0
EPS	원	2,958	2,432	4,194	5,809	7,141
증감율	%	3.3	(17.8)	72.5	38.5	22.9
PER	배	34.66	27.22	17.67	12.74	10.36
PBR	배	1.58	0.99	1.05	0.98	0.90
EV/EBITDA	배	20.87	13.33	13.46	10.91	8.86
ROE	%	4.62	3.69	6.12	7.96	9.06
BPS	원	64,998	66,769	70,363	75,572	82,113
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

표 1. 신세계인터내셔널 4분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	4Q16	3Q17	4Q17F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	컨센서스	Var.(%)
매출액	292	269	329	22.5	12.7	322	2.4
본사	244	241	272	12.7	11.3		
해외패션	103	90	109	21.1	6.5		
국내패션	94	101	110	9.5	17.5		
라이프스타일	48	50	52	3.8	9.2		
통보이	48	28	58	106.8	19.5		
플푸아레	-	-	-	-	-		
영업이익	15	1	18	1,864.4	16.0	19	(5.2)
본사	11	5	14	189.2	35.4		
해외패션	3	0	2	1,231.2	(18.4)		
국내패션	4	1	7	391.0	63.6		
라이프스타일	3	3	5	51.5	48.2		
통보이	5	(2)	5	흑전	14.0		
플푸아레	-	(2)	(2)	적지	-		
세전이익	17	(0)	29	흑전	67.5		
지배주주귀속순이익	14	(1)	23	흑전	65.5	19	20.9
영업이익률(%)	5.3	0.3	5.4	5.1	0.2	5.9	
본사	4.4	2.1	5.3	3.2	0.9		
해외패션	2.9	0.2	2.2	2.0	(0.7)		
국내패션	4.4	1.4	6.1	4.8	1.7		
라이프스타일	7.3	6.8	9.9	3.1	2.6		
통보이	9.9	(7.3)	9.5	16.8	(0.5)		
세전이익률(%)	5.9	(0.1)	8.8	9.0	2.9		
순이익률(%)	4.8	(0.4)	7.1	7.5	2.3	6.0	

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 2. 신세계인터내셔널 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	248	236	245	292	1,021	272	239	269	329	1,110
본사	217	210	222	244	894	236	211	241	272	961
해외패션	90	90	88	103	370	94	89	90	109	382
국내패션	85	74	87	94	339	99	74	101	110	385
라이프스타일	43	47	48	48	185	43	48	50	52	194
통보이	31	26	23	48	128	37	29	28	58	152
플푸아레	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
영업이익	4	8	1	15	27	4	4	1	18	28
본사	3	7	2	11	23	4	6	5	14	30
해외패션	2	3	1	3	9	2	1	0	2	5
국내패션	(2)	0	(2)	4	1	1	0	1	7	9
라이프스타일	2	4	3	3	13	2	5	3	5	15
통보이	1	1	(2)	5	5	1	0	(2)	5	5
플푸아레	-	-	-	-	-	(1)	(2)	(2)	(2)	(7)
세전이익	(1)	5	5	17	25	8	2	(0)	29	39
지배주주귀속순이익	(2)	2	3	14	17	6	1	(1)	23	30
영업이익률(%)	1.4	3.2	0.2	5.3	2.6	1.6	1.8	0.3	5.4	2.5
본사	1.3	3.3	1.1	4.4	2.6	1.9	2.8	2.1	5.3	3.1
해외패션	2.6	3.0	1.6	2.9	2.5	1.7	1.4	0.2	2.2	1.4
국내패션	(2.1)	0.2	(2.1)	4.4	0.2	0.8	0.2	1.4	6.1	2.4
라이프스타일	5.7	8.9	5.8	7.3	7.0	4.7	9.7	6.8	9.9	7.9
통보이	4.6	2.0	(7.6)	9.9	3.9	3.1	0.7	(7.3)	9.5	3.2
세전이익률(%)	(0.4)	1.9	1.9	5.9	2.5	2.9	0.8	(0.1)	8.8	3.5
순이익률(%)	(0.9)	0.9	1.4	4.8	1.7	2.4	0.5	(0.4)	7.1	2.7

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 3. 신세계인터내셔널 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

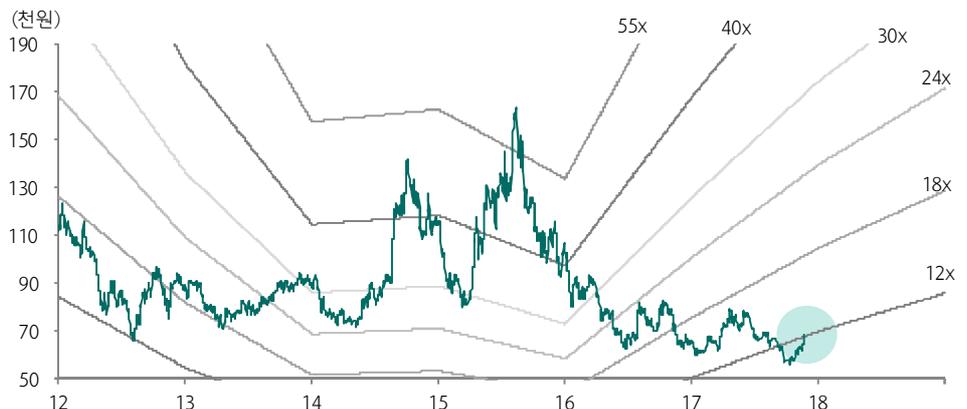
(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	1,005	1,021	1,110	1,198	1,268
본사	885	894	961	1,027	1,075
해외패션	392	370	382	406	425
국내패션	319	339	385	419	439
라이프스타일	174	185	194	202	211
툼보이	116	128	152	173	193
플푸아레	-	-	-	1	3
영업이익	20	27	28	38	49
본사	17	23	30	42	51
해외패션	10	9	5	9	15
국내패션	(5)	1	9	15	18
라이프스타일	12	13	15	17	18
툼보이	5	5	5	7	8
플푸아레	-	-	(7)	(10)	(10)
세전이익	25	25	39	53	66
지배주주귀속순이익	21	17	30	41	51
적정시가총액	338	278	479	664	816
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140	7,140	7,140
적정주가(원)	47,322	38,911	67,097	92,950	114,260
적정PER(배)	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
EPS(원)	2,958	2,432	4,194	5,809	7,141
영업이익률(%)	2.0	2.6	2.5	3.2	3.9
본사	1.9	2.6	3.1	4.1	4.7
해외패션	2.6	2.5	1.4	2.3	3.5
국내패션	(1.5)	0.2	2.4	3.6	4.0
라이프스타일	6.8	7.0	7.9	8.5	8.7
툼보이	4.4	3.9	3.2	3.8	4.1
매출 (YoY,%)	10.2	1.6	8.7	7.8	5.7
본사	4.5	1.0	7.5	6.9	4.7
툼보이	108.4	10.8	18.0	13.9	11.9
영업이익 (YoY,%)	25.6	35.6	2.3	38.6	27.8
본사	(17.6)	34.1	30.4	39.8	22.2
툼보이	301.3	(2.9)	(3.3)	37.3	20.8
순이익 (YoY,%)	3.3	(17.8)	72.4	38.5	22.9

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 1. 신세계인터내셔널 12MF PER band

현 주가 12MF PER 12.5배로 역사적 하단에 위치. 턴어라운드 국면 감안 시 저점 매수 유효



자료: 신세계인터내셔널, Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,005.2	1,021.1	1,109.7	1,197.7	1,268.1
매출원가	517.9	503.4	534.2	571.2	601.1
매출총이익	487.3	517.7	575.5	626.5	667.0
판매비	467.4	490.7	547.8	588.2	618.1
영업이익	19.9	27.0	27.7	38.3	49.0
금융손익	(3.7)	(4.8)	(1.2)	(1.0)	(1.0)
중속/관계기업손익	10.3	8.5	8.7	12.5	14.0
기타영업외손익	(1.1)	(5.3)	3.5	3.6	3.7
세전이익	25.5	25.5	38.6	53.5	65.7
법인세	4.5	8.0	8.5	11.8	14.5
계속사업이익	21.0	17.5	30.1	41.7	51.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.0	17.5	30.1	41.7	51.3
비지배주주지분 손익	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.3
지배주주순이익	21.1	17.4	29.9	41.5	51.0
지배주주지분포괄이익	20.6	17.0	29.9	41.5	51.0
NOPAT	16.4	18.5	21.6	29.9	38.2
EBITDA	51.3	60.9	63.8	76.5	89.8
성장성(%)					
매출액증가율	10.2	1.6	8.7	7.9	5.9
NOPAT증가율	39.0	12.8	16.8	38.4	27.8
EBITDA증가율	22.4	18.7	4.8	19.9	17.4
영업이익증가율	25.2	35.7	2.6	38.3	27.9
(지배주주)순이익증가율	3.4	(17.5)	71.8	38.8	22.9
EPS증가율	3.3	(17.8)	72.5	38.5	22.9
수익성(%)					
매출총이익률	48.5	50.7	51.9	52.3	52.6
EBITDA이익률	5.1	6.0	5.7	6.4	7.1
영업이익률	2.0	2.6	2.5	3.2	3.9
계속사업이익률	2.1	1.7	2.7	3.5	4.0

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,958	2,432	4,194	5,809	7,141
BPS	64,998	66,769	70,363	75,572	82,113
CFPS	8,481	9,686	11,475	13,836	15,733
EBITDAPS	7,181	8,526	8,933	10,717	12,579
SPS	140,790	143,014	155,416	167,748	177,608
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	34.7	27.2	17.7	12.7	10.4
PBR	1.6	1.0	1.1	1.0	0.9
PCFR	12.1	6.8	6.5	5.3	4.7
EV/EBITDA	20.9	13.3	13.5	10.9	8.9
PSR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	4.6	3.7	6.1	8.0	9.1
ROA	2.3	1.8	3.1	4.2	5.0
ROIC	2.6	2.9	3.4	4.7	5.9
부채비율	96.7	101.9	93.9	85.7	77.8
순부채비율	72.6	70.4	64.9	56.2	45.1
이자보상배율(배)	2.7	3.3	3.5	5.1	6.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	330.5	364.1	372.0	398.6	442.2
금융자산	10.3	18.5	3.0	6.3	30.4
현금성자산	10.3	16.8	1.2	4.3	28.3
매출채권 등	111.6	116.7	120.2	123.8	127.5
재고자산	205.0	224.2	243.6	262.9	278.4
기타유동자산	3.6	4.7	5.2	5.6	5.9
비유동자산	583.7	602.1	605.9	607.6	604.7
투자자산	100.8	114.6	124.6	134.5	142.4
금융자산	37.2	37.6	40.9	44.1	46.7
유형자산	369.3	351.4	349.7	345.5	338.2
무형자산	53.0	53.6	49.1	45.2	41.6
기타비유동자산	60.6	82.5	82.5	82.4	82.5
자산총계	914.2	966.2	977.9	1,006.2	1,046.9
유동부채	322.2	329.0	314.4	304.7	298.0
금융부채	228.8	203.2	178.2	158.3	143.3
매입채무 등	92.9	118.0	128.2	138.4	146.5
기타유동부채	0.5	7.8	8.0	8.0	8.2
비유동부채	127.2	158.7	159.2	159.8	160.2
금융부채	118.7	152.3	152.3	152.3	152.3
기타비유동부채	8.5	6.4	6.9	7.5	7.9
부채총계	449.4	487.7	473.6	464.5	458.2
지배주주지분	464.1	476.7	502.4	539.5	586.3
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	121.3	121.2	121.2	121.2	121.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	307.9	320.2	345.8	383.0	429.7
비지배주주지분	0.7	1.8	1.9	2.2	2.4
자본총계	464.8	478.5	504.3	541.7	588.7
순금융부채	337.2	337.0	327.5	304.3	265.3

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	47.9	53.5	53.8	67.4	81.2
당기순이익	21.0	17.5	30.1	41.7	51.3
조정	25.3	42.9	36.2	38.2	40.7
감가상각비	31.3	33.8	36.1	38.2	40.8
외환거래손익	3.3	3.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(10.3)	(8.5)	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	14.2	0.1	0.0	(0.1)
영업활동자산부채 변동	1.6	(6.9)	(12.5)	(12.5)	(10.8)
투자활동 현금흐름	(65.6)	(32.6)	(40.1)	(40.0)	(38.0)
투자자산감소(증가)	(2.6)	(5.4)	(9.9)	(9.9)	(7.9)
유형자산감소(증가)	(58.9)	(37.5)	(30.0)	(30.0)	(30.0)
기타	(4.1)	10.3	(0.2)	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	19.0	(14.5)	(29.2)	(24.2)	(19.2)
금융부채증가(감소)	28.2	8.0	(25.0)	(20.0)	(15.0)
자본증가(감소)	(1.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.5)	(18.1)	0.1	0.1	0.1
배당지급	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
현금의 증감	1.3	6.5	(15.6)	3.1	24.0
Unlevered CFO	60.6	69.2	81.9	98.8	112.3
Free Cash Flow	(13.2)	16.0	23.8	37.4	51.2

2018년 1월 10일

LF(093050)

4Q17 Pre: 시장 기대치 상회 전망

4분기 영업이익 484억원 기록하며 컨센서스 상회 전망

4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 8.2%, 42.5% 증가한 4,887억원과 484억원을 기록하며, 시장 기대치(OP 443억원)를 상회할 전망이다. 1)별도 매출은 한파와 롱패딩 판매 호조로 전년동기 대비 4.4% 증가할 것으로 예상된다. 할인율 축소 및 온라인 채널 비중 확대에 따른 비용 슬림화 효과로 영업이익률은 전년동기 대비 20bp 상승한 11%로 추정한다. 2)중속회사 상해법인과 트라이씨클 구조조정을 통한 손실 폭 축소(YoY +45억원), 막스코 막스마라 인지도 제고에 의한 호실적(YoY +10억원), 지난해 신규 인수한 식자재 업체들(모노링크, 구르메F&B)의 실적 편입 영향(약 +30억원)이 연결 증익폭을 더 키울 것으로 예상된다.

신년사 핵심 키워드: 수익성, 온라인, 푸드

구분걸 회장의 2018년 신년사에서 LF의 방향성을 확인할 수 있다. ①국내 패션 시장은 성숙기로 저성장 국면을 탈피하기가 어려운 만큼, 본업인 패션사업은 외형 보다 수익성 중심 경영 전략을 유지할 것이다. LF는 패션 업체 가운데 가장 큰 규모로 온라인 매출(17년 약 3,500억원 추산)을 일으키고 있으며, 온라인 사업부에 본사 인력의 10%를 할애할 정도로 주력하고 있다. 향후에도 반응 생산과 차별화된 제품으로 판매 가격 정상화를 통한 원가율 개선, 온라인 채널 강화(패션 부문 내 온라인 매출 비중: 16년 20% → 17년 25% 추산 → 18년 32% 회사 목표)를 통한 비용 슬림화가 지속될 전망이다. 또한, ②LFmall을 단순 자사몰에서 나아가 종합몰로 키우는 작업이 진행될 것으로 보인다. 취급 카테고리 확장 및 입점수수료를 증대시키는 등의 작업이다. ③새로운 성장 동력은 F&B에서 찾을 것이다. 지난 해 F&B 회사 4개(주류 유통 인덜지, 베이커리 퍼블리크, 일본식자재 모노링크, 유럽식자재 구르메F&B)를 인수하는데 약 800억원의 적지 않은 금액을 사용하였고, LF푸드 대표도 동생인 구분진 대표에서 SPC출신의 전문 경영인으로 교체했다. F&B 사업을 키우겠다는 신호로 볼 수 있다. 한편, 과거 인수 사례들과 달리 바로 실적에 기여를 하고 있다는 점도 긍정적이다.

실적추정치 상향으로 목표주가 3.7만원 → 4.2만원 상향

실적추정치 상향으로 목표주가를 기존 3.7만원에서 4.2만원으로 상향하며, 투자 의견 BUY를 유지한다. 현 주가는 12MF PER 9.5배로 동종 업체 대비 밸류에이션 매력이 있으며, 2018년에도 완만한 손익 개선(YoY +22%)이 이어질 것으로 예상되는 만큼 투자가 유효하다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 42,000원(상향) | CP(1월9일): 33,600원

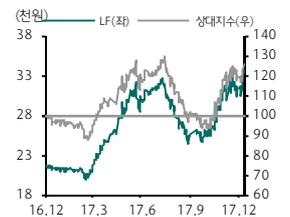
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,510.23	
52주 최고/최저(원)	33,600/20,000	
시가총액(십억원)	982.5	
시가총액비중(%)	0.08	
발행주식수(천주)	29,240.0	
60일 평균 거래량(천주)	98.6	
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9	
18년 배당금(예상, 원)	500	
18년 배당수익률(예상, %)	1.49	
외국인지분율(%)	37.71	
주요주주 지분율(%)		
구분걸 외 18 인	39.89	
국민연금	10.68	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	12.8	8.0 55.9
상대	10.7	2.4 27.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,678.3	1,739.9
영업이익(십억원)	121.0	130.0
순이익(십억원)	89.4	98.0
EPS(원)	3,254	3,496
BPS(원)	40,807	43,728

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	1,571.0	1,529.3	1,606.9	1,705.9	1,754.1
영업이익	십억원	74.1	79.0	110.4	135.0	142.5
세전이익	십억원	73.4	74.2	115.7	136.3	144.2
순이익	십억원	50.9	51.7	87.6	103.2	109.2
EPS	원	1,742	1,767	2,997	3,531	3,736
증감율	%	(37.4)	1.4	69.6	17.8	5.8
PER	배	15.50	12.20	10.44	9.52	8.99
PBR	배	0.78	0.60	0.81	0.81	0.75
EV/EBITDA	배	5.43	3.08	3.92	3.29	2.59
ROE	%	5.09	4.99	8.05	8.82	8.66
BPS	원	34,790	36,006	38,504	41,534	44,770
DPS	원	500	500	500	500	500



Analyst 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

표 1. LF 4분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	4Q16	3Q17	4Q17F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	Con.	Var.(%,%p)
매출	452	340	489	43.9	8.2	480	1.8
본사	402	282	420	49.1	4.4		
영업이익	34	7	48	581.4	42.5	44	9.3
본사	44	6	46	685.0	6.3		
세전이익	34	10	47	363.1	36.5		
순이익	25	7	36	422.1	45.8	33	9.2
영업이익률(%)	8.1	2.4	11.1	8.7	3.1		
세전이익률(%)	8.1	3.5	10.7	7.3	2.6		
순이익률(%)	5.9	2.4	8.3	5.9	2.4		

자료: LF, 하나금융투자

표 2. LF 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	381	386	311	452	1,529	381	397	340	489	1,607
본사	343	356	278	402	1,380	347	352	282	420	1,401
영업이익	12	28	5	34	79	24	31	7	48	110
본사	14	32	9	44	99	26	34	6	46	112
세전이익	12	26	2	34	74	27	32	10	47	116
지배주주귀속순이익	7	18	1	25	52	20	24	7	36	88
영업이익률(%)	3.1	7.4	1.5	7.5	5.2	6.3	7.7	2.1	9.9	6.9
본사	4.2	8.9	3.4	10.8	7.2	7.6	9.6	2.1	11.0	8.0
세전이익률(%)	3.0	6.8	0.8	7.6	4.9	7.0	8.1	3.0	9.6	7.2
순이익률(%)	2.0	4.8	0.3	5.5	3.4	5.3	6.1	2.0	7.4	5.5

자료: LF, 하나금융투자

표 3. LF 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	1,571	1,529	1,607	1,706	1,754
본사	1,430	1,380	1,401	1,443	1,480
기타자회사	159	155	224	282	293
영업이익	74	79	110	135	142
본사	91	99	112	122	126
세전이익	73	74	116	136	144
지배주주귀속순이익	51	52	88	103	109
적정시가총액	611	620	1,052	1,239	1,311
주식수(천주)	29,240	29,240	29,240	29,240	29,240
적정주가(원)	20,900	21,202	35,969	42,369	44,828
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	1,742	1,767	2,997	3,531	3,736
영업이익률(%)	4.7	5.2	6.9	7.9	8.1
본사	6.3	7.2	8.0	8.4	8.5
매출 (YoY,%)	7.6	(2.7)	5.1	6.2	2.8
영업이익 (YoY,%)	(22.6)	6.6	39.8	22.2	5.6
순이익 (YoY,%)	(37.4)	1.4	69.7	17.8	5.8

자료: LF, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,571.0	1,529.3	1,606.9	1,705.9	1,754.1
매출원가	629.0	626.2	672.3	722.7	742.7
매출총이익	942.0	903.1	934.6	983.2	1,011.4
판매비	868.0	824.1	824.2	848.2	868.9
영업이익	74.1	79.0	110.4	135.0	142.5
금융손익	2.6	1.9	0.9	(0.1)	0.1
중속/관계기업손익	2.2	1.7	1.2	1.9	1.9
기타영업외손익	(5.5)	(8.4)	3.2	(0.5)	(0.3)
세전이익	73.4	74.2	115.7	136.3	144.2
법인세	22.7	23.1	28.9	34.1	36.1
계속사업이익	50.6	51.2	86.8	102.2	108.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.6	51.2	86.8	102.2	108.2
비지배주주지분 손익	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.0)	(1.1)
지배주주순이익	50.9	51.7	87.6	103.2	109.2
지배주주지분포괄이익	49.5	50.2	87.8	103.4	109.4
NOPAT	51.1	54.4	82.8	101.2	106.9
EBITDA	115.1	120.1	144.1	162.6	165.3
성장성(%)					
매출액증가율	7.6	(2.7)	5.1	6.2	2.8
NOPAT증가율	(31.8)	6.5	52.2	22.2	5.6
EBITDA증가율	(16.8)	4.3	20.0	12.8	1.7
영업이익증가율	(22.6)	6.6	39.7	22.3	5.6
(지배주주)순이익증가율	(37.4)	1.6	69.4	17.8	5.8
EPS증가율	(37.4)	1.4	69.6	17.8	5.8
수익성(%)					
매출총이익률	60.0	59.1	58.2	57.6	57.7
EBITDA이익률	7.3	7.9	9.0	9.5	9.4
영업이익률	4.7	5.2	6.9	7.9	8.1
계속사업이익률	3.2	3.3	5.4	6.0	6.2

투자지표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,742	1,767	2,997	3,531	3,736
BPS	34,790	36,006	38,504	41,534	44,770
CFPS	4,501	4,502	4,944	5,363	5,399
EBITDAPS	3,937	4,107	4,927	5,561	5,652
SPS	53,729	52,302	54,957	58,340	59,990
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	15.5	12.2	10.4	9.5	9.0
PBR	0.8	0.6	0.8	0.8	0.8
PCFR	6.0	4.8	6.3	6.3	6.2
EV/EBITDA	5.4	3.1	3.9	3.3	2.6
PSR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	5.1	5.0	8.0	8.8	8.7
ROA	3.5	3.4	5.6	6.4	6.4
ROIC	6.1	6.5	10.4	12.9	13.8
부채비율	44.9	50.3	39.0	37.4	35.2
순부채비율	(16.1)	(24.6)	(31.1)	(36.7)	(42.2)
이자보상배율(배)	9.5	10.1	15.1	23.2	24.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	946.0	1,061.1	1,075.8	1,203.8	1,326.4
금융자산	394.8	555.8	544.9	640.3	747.0
현금성자산	168.9	128.7	96.1	163.8	257.0
매출채권 등	166.5	156.4	164.4	174.5	179.4
재고자산	357.5	308.6	324.3	344.3	354.0
기타유동자산	27.2	40.3	42.2	44.7	46.0
비유동자산	528.9	520.0	487.5	461.3	439.1
투자자산	16.6	21.7	22.8	24.2	24.9
금융자산	0.6	1.9	2.0	2.1	2.2
유형자산	330.1	312.0	288.4	269.7	255.0
무형자산	124.6	129.4	119.5	110.5	102.3
기타비유동자산	57.6	56.9	56.8	56.9	56.9
자산총계	1,474.9	1,581.1	1,563.3	1,665.1	1,765.6
유동부채	275.7	395.2	303.6	315.7	321.6
금융부채	81.0	194.9	93.7	93.7	93.7
매입채무 등	163.5	171.0	179.6	190.7	196.1
기타유동부채	31.2	29.3	30.3	31.3	31.8
비유동부채	181.6	133.7	135.4	137.4	138.4
금융부채	149.7	101.9	101.9	101.9	101.9
기타비유동부채	31.9	31.8	33.5	35.5	36.5
부채총계	457.3	529.0	439.0	453.1	460.1
지배주주지분	1,017.3	1,052.8	1,125.9	1,214.5	1,309.1
자본금	146.2	146.2	146.2	146.2	146.2
자본잉여금	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1
자본조정	(11.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
기타포괄이익누계액	(4.4)	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
이익잉여금	673.8	710.6	783.6	872.2	966.8
비지배주주지분	0.3	(0.6)	(1.5)	(2.5)	(3.6)
자본총계	1,017.6	1,052.2	1,124.4	1,212.0	1,305.5
순금융부채	(164.1)	(259.0)	(349.3)	(444.7)	(551.3)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	51.7	141.3	105.9	111.4	122.0
당기순이익	50.6	51.2	86.8	102.2	108.2
조정	54.5	57.4	33.6	27.6	22.8
감가상각비	41.0	41.1	33.6	27.6	22.8
외환거래손익	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.2)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
기타	15.3	17.5	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(53.4)	32.7	(14.5)	(18.4)	(9.0)
투자활동 현금흐름	(157.3)	(233.7)	(22.8)	(29.0)	(14.2)
투자자산감소(증가)	(3.3)	(5.1)	(1.1)	(1.4)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(18.0)	(22.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(136.0)	(206.0)	(21.7)	(27.6)	(13.5)
재무활동 현금흐름	(1.6)	52.8	(115.8)	(14.6)	(14.6)
금융부채증가(감소)	32.8	66.1	(101.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(19.7)	1.3	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(14.6)	(14.6)	(14.6)	(14.6)	(14.6)
현금의 증감	(106.5)	(40.2)	(32.6)	67.8	93.2
Unlevered CFO	131.6	131.6	144.6	156.8	157.9
Free Cash Flow	18.0	112.7	105.9	111.4	122.0

2018년 1월 10일

코웰패션(033290)

4Q17 Pre: 밸류에이션만 싸졌다

4분기 영업이익 전년동기 대비 85% 증가하는 호실적 전망

4분기 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 28.2%, 85.4% 성장한 1,035억원과 231억원을 기록할 것으로 전망한다. 1)패션사업부 매출액 925억원(YoY +30.9%), 영업이익 221억원(YoY +90.4%)으로 추정한다. 외형 성장은 기존 상품(동내의, 베이스레이어 등)의 꾸준한 판매와 함께, 올해 처음 선보인 푸/리복/아디다스 룽패딩 판매 호조에서 기인할 전망이다. 대부분의 상품이 방송 예정시간보다 조기 매진된 것으로 파악된다. 영업이익률은 전년동기 대비 7.5%p 개선된 23.9%로 예상된다. 고단가의 아우터류 판매 호조, 채널 믹스 개선(테이더방송+T커머스 비중 확대), 규모의 경제 효과 등에서 기인할 것이다. 2)전사사업부 매출액과 영업이익은 각각 110억원(YoY +9.3%), 9억원(YoY +14.9%)으로 전망한다. 구조 조정 완료 후 안정적인 실적이 이어지고 있다.

탄탄한 신규 브랜드 라인업 확보. 고성장세 이어갈 것

코웰패션은 신규 브랜드 론칭이 외형 성장의 주요 팩터라 할 수 있다. 오프라인 기반의 패션 업체들의 출점과 같은 개념으로 이해하면 된다. 온라인을 주 판매 채널로 삼고 있어 오프라인 채널 중심 브랜드 업체보다 신규 브랜드 론칭에 대한 부담이 적다는 점이 강점 중 하나다. 신규 브랜드 론칭 시 실물 매장 관련 투자 비용(임차료, 인테리어 감가상각비, 판매사원 인건비 등)이 발생하지 않기 때문이다. 신규 브랜드가 시장에서 성공을 거두게 되면 낮은 고정비 덕분에 큰 영업레버리지를 기대할 수 있고, 시장의 반응이 좋지 않더라도 철수에 따른 비용 부담이 크지 않다. 지속적인 신규 브랜드 론칭 속에서도 큰 폭의 개선을 보인 3분기 누적 영업이익률(21.5%, YoY +5.9%)이 이를 방증한다. 올 상반기 이탈리아 명품 브랜드 아.테스토니, 이태리 수입 브랜드 리치오 안나, 디자이너 브랜드 H by 이카트리나뉴욕, 카카오 리틀프렌즈 캐릭터를 활용한 아동복까지 선보일 예정이다. 이를 통한 양적, 질적 성장이 지속될 전망이다.

12MF PER 8.4배로 실적 모멘텀 감안 시 저평가

연초 이후 약 10%의 주가 하락이 나타났다. 4분기 호실적에 대한 전망은 달라지지 않았다. 내수 브랜드 업체 가운데 20%를 상회하는 수익성을 보유한 업체는 코웰패션이 유일하다. 현재 주가는 12MF PER 8.4배로 동종 업체 평균(10.5배) 대비 20% 저평가되어 있다. 이유 없는 주가 하락은 매수 기회로 삼는 것이 바람직해 보인다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 6,800원 | CP(1월9일): 4,800원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	829.99		
52주 최고/최저(원)	5,950/3,020	매출액(십억원)	397.2 / 469.9
시가총액(십억원)	434.4	영업이익(십억원)	84.1 / 100.4
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	63.4 / 75.1
발행주식수(천주)	90,500.2	EPS(원)	634 / 751
60일 평균 거래량(천주)	976.7	BPS(원)	2,552 / 3,310
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1		
18년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	3.23		
주요주주 지분율(%)			
대명화학 외 2인	70.75		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(9.4) 19.4 51.7		
상대	(18.8) (4.5) 17.3		

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	161.5	249.7	314.8	368.8	417.3
영업이익	십억원	17.0	34.5	64.1	76.5	87.8
세전이익	십억원	16.2	30.2	64.2	76.5	87.8
순이익	십억원	9.6	20.0	42.6	50.8	58.3
EPS	원	124	215	466	561	644
증감율	%	혹전	73.4	116.7	20.4	14.8
PER	배	23.38	14.41	11.58	8.55	7.45
PBR	배	2.32	2.13	2.74	1.90	1.51
EV/EBITDA	배	14.29	7.70	6.65	4.44	3.34
ROE	%	9.85	16.19	27.94	25.51	22.98
BPS	원	1,247	1,456	1,968	2,530	3,174
DPS	원	0	0	30	30	30



Analyst 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

표 1. 코웰패션 4분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	4Q16	3Q17	4Q17F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	Con.	Var.(%,%p)
매출	81	63	103	63.4	28.2	108	(3.8)
전자사업부	10	12	11	(6.1)	9.3		
패션사업부	71	52	93	79.1	30.9		
영업이익	12	12	23	88.1	85.4	25	(5.8)
전자사업부	1	1	1	(10.3)	14.9		
패션사업부	12	11	22	97.4	90.4		
세전이익	9	12	23	86.3	164.9		
순이익	5	9	14	65.6	167.4	17	(13.7)
영업이익률(%)	15.4	19.4	22.3	2.9	6.9		
전자사업부	1.0	1.7	0.9	(0.8)	(0.1)		
패션사업부	14.4	17.7	21.4	3.7	7.0		
세전이익률(%)	10.7	19.3	22.1	2.7	11.4		
순이익률(%)	6.7	13.7	13.9	0.2	7.2		

자료: 코웰패션, 하나금융투자

표 2. 코웰패션 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	57	55	57	81	250	72	76	63	103	315
전자사업부	11	10	11	10	42	11	12	12	11	45
패션사업부	46	44	47	71	207	61	64	52	93	270
영업이익	8	8	6	12	35	13	15	12	23	64
전자사업부	1	0	0	1	2	1	1	1	1	4
패션사업부	7	8	6	12	33	12	14	11	22	60
세전이익	7	8	6	9	30	13	16	12	23	64
순이익	5	4	5	5	20	9	10	9	14	43
영업이익률(%)	13.6	14.5	11.2	15.4	13.8	18.7	20.2	19.4	22.3	20.4
전자사업부	5.4	0.1	1.2	8.2	3.7	9.0	8.5	9.0	8.6	8.8
패션사업부	15.6	17.9	13.4	16.4	15.9	20.4	22.3	21.7	23.9	22.3
세전이익률(%)	12.9	14.3	11.1	10.7	12.1	18.6	20.7	19.3	22.1	20.4
순이익률(%)	9.6	8.2	8.1	6.7	8.0	12.7	13.6	13.7	13.9	13.5

자료: 코웰패션, 하나금융투자

표 3. 코웰패션 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2018F
매출	161	250	315	369	417
전자사업부	42	42	45	45	45
패션사업부	119	207	270	323	372
영업이익	17	35	64	76	88
전자사업부	(2)	2	4	4	4
패션사업부	19	33	60	72	84
세전이익	16	30	64	77	88
지배주주귀속 순이익	10	20	43	51	58
적정시가총액	115	240	511	610	700
주식수(천주)	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
적정주가(원)	1,275	2,669	5,679	6,775	7,774
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	106	222	473	565	648
영업이익률(%)	10.6	13.8	20.4	20.7	21.0
전자사업부	NA	3.7	8.8	8.8	8.8
패션사업부	15.9	15.9	22.3	22.4	22.5
매출 (YoY,%)	228.1	54.6	26.1	17.1	13.2
전자사업부	(13.7)	(0.2)	7.0	0.0	0.0
패션사업부		74.2	30.0	20.0	15.0
영업이익 (YoY,%)	흑전	102.5	85.7	19.3	14.8
전자사업부	적지	흑전	152.5	0.0	0.0
패션사업부		74.3	82.5	20.6	15.6
순이익 (YoY,%)	흑전	109.3	112.8	19.3	14.7

자료: 코웰패션, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	161.5	249.7	314.8	368.8	417.3
매출원가	86.7	120.7	136.0	158.2	177.9
매출총이익	74.8	129.0	178.8	210.6	239.4
판매비	57.7	94.4	114.8	134.0	151.6
영업이익	17.0	34.5	64.1	76.5	87.8
금융손익	(0.2)	(0.2)	0.2	0.2	0.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.6)	(4.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전이익	16.2	30.2	64.2	76.5	87.8
법인세	5.8	8.2	17.4	20.7	23.8
계속사업이익	10.4	22.0	46.8	55.8	64.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.4	22.0	46.8	55.8	64.1
비지배주주지분 손익	0.9	2.0	4.2	5.0	5.8
지배주주순이익	9.6	20.0	42.6	50.8	58.3
지배주주지분포괄이익	9.3	19.4	42.5	50.7	58.2
NOPAT	11.0	25.2	46.8	55.8	64.0
EBITDA	20.6	37.9	68.7	80.2	90.8
성장성(%)					
매출액증가율	228.3	54.6	26.1	17.2	13.2
NOPAT증가율	흑전	129.1	85.7	19.2	14.7
EBITDA증가율	724.0	84.0	81.3	16.7	13.2
영업이익증가율	흑전	102.9	85.8	19.3	14.8
(지배주주)순이익증가율	흑전	108.3	113.0	19.2	14.8
EPS증가율	흑전	73.4	116.7	20.4	14.8
수익성(%)					
매출총이익률	46.3	51.7	56.8	57.1	57.4
EBITDA이익률	12.8	15.2	21.8	21.7	21.8
영업이익률	10.5	13.8	20.4	20.7	21.0
계속사업이익률	6.4	8.8	14.9	15.1	15.4

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	124	215	466	561	644
BPS	1,247	1,456	1,968	2,530	3,174
CFPS	275	429	747	874	980
EBITDAPS	266	407	751	887	1,004
SPS	2,091	2,683	3,442	4,075	4,611
DPS	0	0	30	30	30
주가지표(배)					
PER	23.4	14.4	11.6	8.5	7.5
PBR	2.3	2.1	2.7	1.9	1.5
PCFR	10.5	7.2	7.2	5.5	4.9
EV/EBITDA	14.3	7.7	6.7	4.4	3.3
PSR	1.4	1.2	1.6	1.2	1.0
재무비율(%)					
ROE	9.9	16.2	27.9	25.5	23.0
ROA	6.6	10.3	18.1	17.4	16.5
ROIC	11.5	21.7	40.4	46.3	51.5
부채비율	54.8	54.2	44.7	35.3	29.5
순부채비율	19.6	(0.6)	(22.6)	(38.2)	(49.4)
이자보상배율(배)	15.4	42.7	76.7	89.4	106.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	79.3	109.1	157.1	215.8	284.7
금융자산	18.2	39.8	85.0	131.3	189.1
현금성자산	8.4	27.8	72.4	116.5	172.4
매출채권 등	19.9	23.3	24.4	28.6	32.4
재고자산	40.2	43.0	43.8	51.4	58.1
기타유동자산	1.0	3.0	3.9	4.5	5.1
비유동자산	102.8	99.4	105.3	104.2	103.6
투자자산	13.8	14.9	15.5	18.1	20.5
금융자산	13.8	14.9	15.5	18.1	20.5
유형자산	71.1	66.6	72.0	68.3	65.3
무형자산	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
기타비유동자산	17.4	17.4	17.4	17.4	17.5
자산총계	182.1	208.5	262.4	320.0	388.2
유동부채	45.3	57.4	66.2	67.9	72.2
금융부채	26.5	26.7	32.9	29.9	29.9
매입채무 등	14.3	24.6	27.0	31.6	35.8
기타유동부채	4.5	6.1	6.3	6.4	6.5
비유동부채	19.2	15.9	14.9	15.6	16.1
금융부채	14.8	12.3	11.0	11.0	11.0
기타비유동부채	4.4	3.6	3.9	4.6	5.1
부채총계	64.5	73.3	81.1	83.5	88.3
지배주주지분	116.0	131.2	173.7	224.6	282.9
자본금	46.5	46.5	46.5	46.5	46.5
자본잉여금	45.2	45.2	45.2	45.2	45.2
자본조정	(0.0)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
기타포괄이익누계액	5.9	4.6	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	18.4	39.1	81.7	132.5	190.8
비지배주주지분	1.6	4.0	7.6	11.9	17.0
자본총계	117.6	135.2	181.3	236.5	299.9
순금융부채	23.0	(0.9)	(41.0)	(90.3)	(148.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	1.1	34.8	51.4	52.6	60.8
당기순이익	10.4	22.0	46.8	55.8	64.1
조정	6.7	11.5	4.6	3.8	3.0
감가상각비	3.5	3.4	4.6	3.8	3.1
외환거래손익	(0.4)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.6	8.5	0.0	0.0	(0.1)
영업활동자산부채 변동	(16.0)	1.3	0.0	(7.0)	(6.3)
투자활동 현금흐름	(0.8)	(7.5)	(11.9)	(5.5)	(5.0)
투자자산감소(증가)	8.5	(1.0)	(1.3)	(3.3)	(3.1)
유형자산감소(증가)	(7.1)	0.4	(10.0)	0.0	0.0
기타	(2.2)	(6.9)	(0.6)	(2.2)	(1.9)
재무활동 현금흐름	1.7	(7.8)	5.1	(2.9)	0.1
금융부채증가(감소)	18.0	(2.3)	5.0	(3.0)	0.0
자본증가(감소)	28.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(45.1)	(4.8)	0.1	0.1	0.1
배당지급	0.0	(0.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	6.2	19.5	44.6	44.2	55.9
Unlevered CFO	21.2	39.9	68.4	79.1	88.7
Free Cash Flow	(6.4)	33.4	41.4	52.6	60.8

2018년 1월 10일

한섬(020000)

4Q17 Pre: 내실 다지기 구간

4분기 시장 기대치 부합할 전망

4분기 연결 매출액과 영업이익을 각각 전년동기 대비 66.9%, 22.1% 증가한 4,104억원과 326억원으로 전망한다. 1)별도 매출액은 전년동기 대비 4.2% 성장한 2,557억원으로 추정한다. 3분기 누적 매출 성장률(11.2%, 일회성 수익 제거 시 9.7%)에 못 미칠 것으로 예상하는 이유는 ①전개 중단 브랜드 모덴과 끌로에 매출 이탈 영향(약 50억원), ②겨울철 패딩과 코트 판매는 역상관관계를 가지고 있는데, 이번 겨울은 강한 추위와 패딩 열풍으로 한섬이 강점을 가지고 있는 코트 판매가 주춤했기 때문이다. 영업이익은 전년동기 대비 5.3% 증가한 285억원으로 예상한다. 저효율의 신규 브랜드 매출 비중 확대 영향이 지속되나 전년도 끌로에 철수 비용(약 45억)이 소멸되며 소폭의 수익성 개선이 가능할 것으로 보인다. 2)한섬글로벌+현대지앤에프+SK네트웍스 중국+오브제 뉴욕(SK네트웍스 패션사업부)은 매출액 1,556억원, 영업이익 46억원 수준의 기여를 할 것으로 예상된다.

2018년 실적 상저하고 예상

2018년 전사 수익성이 개선될 것으로 예상한다. 올해 1분기 일회성 이익(부가세 환급 44억원) 소멸 영향은 SK네트웍스 중국법인 손실(약 50억원) 제거로 상쇄되며, 신규 브랜드들의 수익성 향상(더캐시미어 17년 흑전/18년 이익 기여 본격화 예상, 래트바이터 18년 흑전 예상 등), SK네트웍스 브랜드 리빌딩에 따른 마진 정상화 등이 예상되기 때문이다. 다만, 실적 모멘텀은 하반기에 본격화될 것으로 전망한다. 1분기는 전년도 일회성 수익(부가세 환급 관련: 매출 69억원, 영업이익 44억 반영) 기고 부담이 있으며, 상반기까지 비효율 수입 브랜드들 구조 조정에 따른 비용이 발생할 가능성이 높다고 예상하기 때문이다. 반면, 하반기에는 전년도 브랜드 철수(모덴) 등에 따른 기저 효과를 기대할 수 있다.

실적 추정치 하향으로 목표주가 4.3만원 → 4.1만원 하향

실적 추정치 하향으로 목표주가를 기존 4.3만원에서 4.1만원으로 하향하나, 투자의견 BUY를 유지한다. 현 주가는 12MF PER 9.5배로 밸류에이션 부담이 없으며, 2018년 연간으로 수익성이 좋아질 가능성이 높은 만큼 중장기 관점에서 투자가 유효하다. 1분기 실적 추이 확인 후 매수하는 전략이 유효해 보

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 41,000원(하향) | CP(1월9일): 30,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,510.23		
52주 최고/최저(원)	37,200/26,200	매출액(십억원)	1,436.3 1,549.3
시가총액(십억원)	738.9	영업이익(십억원)	103.4 119.2
시가총액비중(%)	0.06	순이익(십억원)	78.4 90.5
발행주식수(천주)	24,630.0	EPS(원)	3,185 3,755
60일 평균 거래량(천주)	86.8	BPS(원)	45,942 49,857
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7		
18년 배당금(예상, 원)	300	Stock Price	
18년 배당수익률(예상, %)	1.00		
외국인지분율(%)	16.76		
주요주주 지분율(%)			
현대홈쇼핑	34.64		
국민연금	13.50		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.3) (10.8) (9.2)		
상대	(8.0) (15.5) (25.9)		

투자지표		단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원		616.8	712.0	1,237.9	1,398.3	1,476.3
영업이익	십억원		66.1	72.0	81.5	98.4	111.2
세전이익	십억원		69.6	77.4	88.7	101.9	116.2
순이익	십억원		74.4	56.5	66.9	76.9	87.8
EPS	원		3,020	2,293	2,718	3,122	3,563
증감율	%		97.8	(24.1)	18.5	14.9	14.1
PER	배		13.44	15.20	11.57	9.61	8.42
PBR	배		1.17	0.95	0.80	0.72	0.66
EV/EBITDA	배		9.80	8.15	9.10	7.43	6.52
ROE	%		9.31	6.60	7.35	7.88	8.35
BPS	원		34,656	36,644	39,095	41,949	45,245
DPS	원		300	300	300	300	300



Analyst 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

표 1. 한섬 4분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	4Q16	3Q17	4Q17F	QoQ (%,%p)	YoY (%,%p)	컨센서스	과리율(%)
매출액	246	282	410	45.3	66.9	444	(7.5)
별도	245	161	256	58.5	4.2		
자회사	1	122	156	27.6	26,177.5		
SKN	-	122	156	27.7	-		
영업이익	27	10	33	237.7	22.1	33	(0.7)
별도	27	12	29	131.6	5.3		
자회사	(0)	(3)	4	흑전	흑전		
SKN	-	(3)	4	흑전	-		
세전이익	24	10	33	225.1	35.4		
순이익	18	7	26	284.6	47.2	23	10.7
영업이익률(%)	10.8	3.4	7.9	4.5	(2.9)		
별도	11.1	7.6	11.2	3.5	0.1		
자회사	(0.2)	(1.7)	1.6				
SKN	-	(2.2)	2.6	4.8	-		
세전이익률(%)	10.0	3.6	8.1	4.5	(1.9)		
순이익률(%)	7.1	2.4	6.3	3.9	(0.8)		

자료: 한섬, 하나금융투자

표 2. 한섬 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	174	145	147	246	712	244	301	282	410	1,238
별도	173	145	147	245	710	196	160	161	256	773
자회사	0	0	0	1	2	49	142	122	156	470
SKN	-	-	-	-	-	49	142	122	156	468
영업이익	24	8	13	27	72	28	12	10	33	82
별도	25	8	14	27	74	27	9	12	29	77
자회사	(1)	(0)	(0)	(0)	(2)	1	3	(3)	4	5
SKN	-	-	-	-	-	1	3	(3)	4	2
세전이익	26	12	15	24	77	32	13	10	33	89
순이익	19	9	11	18	56	25	10	7	26	67
영업이익률(%)	13.8	5.6	9.0	10.8	10.1	11.3	3.9	3.4	7.9	6.6
별도	14.2	5.8	9.4	11.1	10.4	13.7	5.6	7.6	11.2	9.9
자회사	(112.5)	(87.4)	(176.6)	(73.8)	(103.7)	1.1	2.0	(2.2)	2.6	1.0
SKN	-	-	-	-	-	1.1	2.0	(2.2)	2.6	0.5
세전이익률(%)	15.0	8.4	10.0	10.0	10.9	13.1	4.4	3.6	8.1	7.2
순이익률(%)	11.0	6.1	7.5	7.1	7.9	10.2	3.2	2.4	6.3	5.4

주: SK네트웍스 패션사업부 3월 1일부터 편입

자료: 한섬, 하나금융투자

표 3. 한섬 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	617	712	1,238	1,398	1,476
별도	615	710	773	824	874
자회사	1	2	470	580	609
SKN	-	-	468	577	606
한섬파리	1	2	2	2	3
영업이익	66	72	82	98	111
별도	67	74	77	83	89
자회사	(1)	(2)	5	15	22
SKN	-	-	7	17	24
세전이익	70	77	89	102	116
순이익	52	56	67	77	88
적정시가총액	682	734	870	1,000	1,141
주식수(천주)	24,630	24,630	24,630	24,630	24,630
적정주가(원)	27,704	29,809	35,333	40,592	46,321
적정PER(배)	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
EPS(원)	2,131	2,293	2,718	3,122	3,563
영업이익률(%)	10.7	10.1	6.6	7.0	7.5
별도	10.9	10.4	9.9	10.1	10.2
자회사	(80.4)	(103.7)	1.0	2.7	3.7
SKN	-	-	1.5	3.0	4.0
매출 (YoY,%)	17.5	15.4	73.9	13.0	5.6
별도	20.9	15.4	8.8	6.7	6.0
자회사	(91.2)	25.5	27,055.0	23.3	5.0
SKN				23.3	5.0
영업이익 (YoY,%)	44.7	9.0	13.2	20.8	13.0
별도	29.8	9.8	4.0	8.1	7.0
자회사	적지	62.0	흑전	227.1	45.2
SKN	-	-	-	146.7	40.0
순이익 (YoY,%)	39.6	7.6	18.5	14.9	14.1

주: SK네트웍스 패션사업부 2017년 3월 1일부터 편입
 자료: 한섬, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	616.8	712.0	1,237.9	1,398.3	1,476.3
매출원가	258.7	309.6	527.5	590.9	621.3
매출총이익	358.1	402.4	710.4	807.4	855.0
판매비	292.0	330.4	628.9	709.0	743.8
영업이익	66.1	72.0	81.5	98.4	111.2
금융손익	3.6	3.9	0.3	1.8	3.3
중속/관계기업손익	(0.4)	(2.2)	0.4	1.1	1.2
기타영업외손익	0.4	3.7	6.4	0.5	0.5
세전이익	69.6	77.4	88.7	101.9	116.2
법인세	17.1	20.9	21.7	25.0	28.5
계속사업이익	52.5	56.5	66.9	76.9	87.8
중단사업이익	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	72.9	56.5	66.9	76.9	87.8
비지배주주지분 손익	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	74.4	56.5	66.9	76.9	87.8
지배주주지분포괄이익	72.2	55.6	66.9	76.9	87.8
NOPAT	49.8	52.6	61.5	74.3	84.0
EBITDA	84.7	88.8	102.9	117.5	128.3
성장성(%)					
매출액증가율	20.9	15.4	73.9	13.0	5.6
NOPAT증가율	25.8	5.6	16.9	20.8	13.1
EBITDA증가율	19.5	4.8	15.9	14.2	9.2
영업이익증가율	29.6	8.9	13.2	20.7	13.0
(지배주주)순이익증가율	97.9	(24.1)	18.4	14.9	14.2
EPS증가율	97.8	(24.1)	18.5	14.9	14.1
수익성(%)					
매출총이익률	58.1	56.5	57.4	57.7	57.9
EBITDA이익률	13.7	12.5	8.3	8.4	8.7
영업이익률	10.7	10.1	6.6	7.0	7.5
계속사업이익률	8.5	7.9	5.4	5.5	5.9

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,020	2,293	2,718	3,122	3,563
BPS	34,656	36,644	39,095	41,949	45,245
CFPS	2,893	3,507	4,454	4,973	5,455
EBITDAPS	3,440	3,603	4,178	4,772	5,207
SPS	25,041	28,908	50,258	56,771	59,939
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	13.4	15.2	11.6	9.6	8.4
PBR	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
PCFR	14.0	9.9	7.1	6.0	5.5
EV/EBITDA	9.8	8.1	9.1	7.4	6.5
PSR	1.6	1.2	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	9.3	6.6	7.4	7.9	8.3
ROA	7.4	5.7	5.9	6.1	6.6
ROIC	8.2	9.5	8.3	8.2	9.0
부채비율	15.2	17.9	31.9	28.2	24.0
순부채비율	(20.5)	(15.4)	17.3	13.3	8.9
이자보상배율(배)	118.4	210.7	58.8	48.3	68.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	516.3	569.0	676.2	733.1	800.0
금융자산	181.5	173.6	1.1	(0.9)	6.5
현금성자산	17.8	13.3	1.1	(0.9)	6.5
매출채권 등	69.3	74.7	112.0	117.6	124.2
재고자산	263.6	283.3	498.1	542.9	591.8
기타유동자산	1.9	37.4	65.0	73.5	77.5
비유동자산	441.1	469.0	564.6	562.9	554.4
투자자산	80.8	77.2	134.2	151.6	160.1
금융자산	16.6	15.3	26.6	30.0	31.7
유형자산	254.8	277.0	315.9	297.1	280.4
무형자산	3.4	3.1	2.8	2.5	2.3
기타비유동자산	102.1	111.7	111.7	111.7	111.6
자산총계	957.5	1,038.0	1,240.8	1,296.0	1,354.4
유동부채	120.3	153.1	292.1	276.0	252.7
금융부채	11.4	38.4	163.4	133.4	103.4
매입채무 등	73.6	78.8	82.8	93.5	98.7
기타유동부채	35.3	35.9	45.9	49.1	50.6
비유동부채	5.8	4.6	8.0	9.0	9.5
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	5.8	4.6	8.0	9.0	9.5
부채총계	126.1	157.7	300.1	285.0	262.2
지배주주지분	831.4	880.3	940.7	1,011.0	1,092.2
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
자본조정	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)
기타포괄이익누계액	6.4	5.5	5.5	5.5	5.5
이익잉여금	712.6	762.5	822.9	893.2	974.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
자본총계	831.4	880.3	940.7	1,011.0	1,092.2
순금융부채	(170.1)	(135.2)	162.3	134.3	96.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	45.8	18.0	(173.9)	52.0	52.5
당기순이익	72.9	56.5	66.9	76.9	87.8
조정	0.6	24.4	21.5	19.1	17.0
감가상각비	18.6	16.7	21.4	19.1	17.0
외환거래손익	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(31.7)	2.2	0.0	0.0	0.0
기타	13.7	5.1	0.1	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(27.7)	(62.9)	(262.3)	(44.0)	(52.3)
투자활동 현금흐름	(38.9)	(44.3)	43.2	(17.4)	(8.5)
투자자산감소(증가)	(57.0)	5.8	(57.0)	(17.4)	(8.5)
유형자산감소(증가)	(29.2)	(47.5)	(60.0)	0.0	0.0
기타	47.3	(2.6)	160.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(0.3)	21.9	118.4	(36.6)	(36.6)
금융부채증가(감소)	(111.1)	27.0	125.0	(30.0)	(30.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	117.4	1.5	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
현금의 증감	6.7	(4.5)	(12.3)	(2.0)	7.4
Unlevered CFO	71.2	86.4	109.7	122.5	134.3
Free Cash Flow	16.3	(29.5)	(233.9)	52.0	52.5

2018년 1월 10일

F&F(007700)

4Q17 Pre: 국내는 독보적인 호실적, 해외는 청신호

4분기 호실적 이어갈 전망

4분기 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 33.6%, 40% 증가한 2,279억원과 414억원으로 전망한다. 브랜드별 매출 성장률(YoY)은 디스커버리 +47%/ MLB +10%/ MLB키즈 +11%로 예상한다. 디스커버리는 벤치파카(롱패딩) 물량을 전년 대비 7배 늘려 준비했으나, 롱패딩 대표 브랜드로서 빠르게 소진되며 수차례의 리오더가 진행된 것으로 파악된다. MLB는 사드 영향 완화 지속으로 면세 채널 판매가 주춤할 것으로 예상된다. MLB키즈는 출점 효과 및 점당 매출 개선으로 견조한 외형 성장세가 이어지고 있다. 전사 영업이익률은 전년동기 대비 0.8%p 개선된 18.2% 수준으로 추정한다. 디스커버리의 높은 정가 판매율과 고성장에 따른 레버리지 효과, MLB 고단가 상품인 모자 매출 비중 증가에서 기인할 전망이다.

홍콩 1호점 일매출 2천만원 기록하며 초반 매출 순항 중

F&F는 전개 브랜드가 3개에 불과 각 브랜드에 대한 실적 의존도가 높다는 점을 약점으로 지적 받아 왔다. 올해 예정된 해외 진출과 신규 자체 가방 브랜드 론칭을 통해 각 브랜드에 대한 의존도가 완화된다는 점은 밸류에이션 리레이팅 요소지만, 신규 사업인 만큼 단기 손익단에는 부담 요소로 작용할 수 있다. 이에 따라 2018년 주가는 회복할 가능성이 높아 보인다(주가(→) = 밸류에이션(↑)*실적(↓)). 다만, 지난 12월 24일 오픈한 홍콩 MLB 1호점 일매출이 현재 2천만원 수준(월 환산 시 6억원)을 기록하고 있어 이러한 추이가 이어진다면 빠른 속도로 수익성 안정화가 될 수 있다. 관전포인트다.

투자 의견 BUY, 목표주가 5.4만원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 5.4만원을 유지한다. 호실적과 밸류에이션 매력(12MF PER 8.8배)을 보유하고 있으나, 2018년 기존 사업들의 기고 부담, 신규 사업 전개에 따른 비용 발생으로 손익 개선폭 둔화 가능성, 수급적 측면에서 차익 실현 수요 등이 추가적인 주가 상승을 제약하는 것으로 분석한다. 폭발적인 해외 부문 매출 성장이 지속될 시 주가 상승의 트리거로 작용할 수 있다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 54,000원 | CP(1월9일): 40,600원

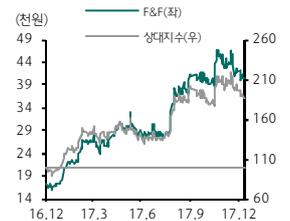
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,510.23
52주 최고/최저(원)	46,550/15,900
시가총액(십억원)	625.2
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	15,400.0
60일 평균 거래량(천주)	69.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
18년 배당금(예상, 원)	350
18년 배당수익률(예상, %)	0.86
외국인지분율(%)	17.43
주요주주 지분율(%)	
김창수 외 8인	58.82
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.7) 44.7 145.3
상대	(6.5) 37.2 100.2

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	623.5	699.8
영업이익(십억원)	96.9	119.6
순이익(십억원)	72.4	97.3
EPS(원)	4,623	5,594
BPS(원)	22,136	27,805

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	370.0	439.0	545.8	635.4	721.1
영업이익	십억원	18.8	45.6	85.4	93.8	101.9
세전이익	십억원	16.8	41.1	85.2	93.8	102.0
순이익	십억원	12.4	30.2	64.4	70.8	77.0
EPS	원	808	1,963	4,179	4,600	5,003
증감율	%	(11.0)	142.9	112.9	10.1	8.8
PER	배	21.97	8.89	10.04	8.83	8.12
PBR	배	1.37	1.19	2.26	1.78	1.48
EV/EBITDA	배	12.69	4.91	6.21	4.95	4.01
ROE	%	6.39	14.18	25.12	22.25	19.91
BPS	원	12,964	14,721	18,550	22,800	27,453
DPS	원	200	350	350	350	350



Analyst 이화영
02-3771-8009
hy.lee@hanafn.com

표 1. F&F 4분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	4Q16	3Q17	4Q17F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	컨센서스	과리율(%,%p)
매출액	171	103	228	122.1	33.6	217	4.9
국내	168	100	225	124.3	34.3		
MLB	41	39	46	17.9	10.2		
MLB Kids	16	15	18	23.6	11.3		
Discovery	110	47	161	243.6	46.7		
해외 - MLB	-	-	0	-	-		
기타	3	2	3	14.7	(8.4)		
영업이익	30	15	41	181.2	40.0	40	3.8
세전이익	30	15	40	170.0	35.8		
순이익	22	11	31	183.7	37.9	28	8.3
영업이익률(%)	17.3	14.4	18.2	3.8	0.8		
세전이익률(%)	17.4	14.5	17.7	3.1	0.3		
순이익률(%)	13.0	10.5	13.4	2.9	0.4		

자료: F&F, 하나금융투자

표 2. F&F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	92	85	92	171	439	112	103	103	228	546
국내	89	82	89	168	428	110	100	100	225	536
MLB	26	29	33	41	129	42	44	39	46	171
MLB Kids	17	15	13	16	62	19	16	15	18	68
Discovery	37	31	34	110	212	48	40	47	161	297
해외 - MLB	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
기타	3	3	3	3	11	3	2	2	3	10
영업이익	5	5	6	30	46	15	15	15	41	85
세전이익	1	5	6	30	41	16	14	15	40	85
순이익	1	3	4	22	30	12	11	11	31	64
영업이익률(%)	5.1	6.3	6.6	17.3	10.4	13.1	14.2	14.4	18.2	15.7
세전이익률(%)	1.0	5.8	6.0	17.4	9.4	13.9	14.1	14.5	17.7	15.6
순이익률(%)	0.6	3.8	4.8	13.0	6.9	10.6	10.8	10.5	13.4	11.8

자료: F&F, 하나금융투자

표 3. F&F 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	370	439	546	635	721
국내	357	428	536	599	651
레노마	35	24	-	-	-
MLB	113	129	171	182	197
MLB Kids	53	62	68	75	82
Discovery	157	212	297	341	372
해외 - MLB	-	-	0	26	60
기타	13	11	10	36	70
영업이익	19	46	85	94	102
세전이익	17	41	85	94	102
지배주주귀속 순이익	12	30	64	71	77
적정시가총액	149	363	772	850	925
주식수(천주)	15,400	15,400	15,400	15,400	15,400
적정주가(원)	9,694	23,554	50,151	55,200	60,034
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	808	1,963	4,179	4,600	5,003
영업이익률(%)	5.1	10.4	15.7	14.8	14.1
매출 (YoY,%)	22.8	18.6	24.3	16.4	13.5
영업이익 (YoY,%)	55.4	143.2	87.2	9.8	8.6
순이익 (YoY,%)	(11.0)	143.0	112.9	10.1	8.8

자료: F&F, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	370.0	439.0	545.8	635.4	721.1
매출원가	157.6	183.4	195.8	231.9	267.1
매출총이익	212.4	255.6	350.0	403.5	454.0
판매비	193.6	210.0	264.5	309.7	352.1
영업이익	18.8	45.6	85.4	93.8	101.9
금융손익	(2.4)	(0.9)	(1.3)	(1.2)	(1.2)
중속/관계기업손익	0.8	(3.4)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	(0.2)	1.1	1.3	1.4
세전이익	16.8	41.1	85.2	93.8	102.0
법인세	4.3	10.8	20.9	23.0	25.0
계속사업이익	12.4	30.2	64.4	70.8	77.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.4	30.2	64.4	70.8	77.0
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	12.4	30.2	64.4	70.8	77.0
지배주주지분포괄이익	12.4	30.1	64.4	70.8	77.0
NOPAT	13.9	33.6	64.5	70.8	76.9
EBITDA	26.2	52.7	91.6	99.2	106.6
성장성(%)					
매출액증가율	22.8	18.6	24.3	16.4	13.5
NOPAT증가율	43.3	141.7	92.0	9.8	8.6
EBITDA증가율	40.9	101.1	73.8	8.3	7.5
영업이익증가율	55.4	142.6	87.3	9.8	8.6
(지배주주)순이익증가율	(11.4)	143.5	113.2	9.9	8.8
EPS증가율	(11.0)	142.9	112.9	10.1	8.8
수익성(%)					
매출총이익률	57.4	58.2	64.1	63.5	63.0
EBITDA이익률	7.1	12.0	16.8	15.6	14.8
영업이익률	5.1	10.4	15.6	14.8	14.1
계속사업이익률	3.4	6.9	11.8	11.1	10.7

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	808	1,963	4,179	4,600	5,003
BPS	12,964	14,721	18,550	22,800	27,453
CFPS	2,272	3,408	5,879	6,304	6,713
EBITDAPS	1,703	3,421	5,947	6,443	6,922
SPS	24,027	28,505	35,439	41,257	46,826
DPS	200	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	22.0	8.9	10.0	8.8	8.1
PBR	1.4	1.2	2.3	1.8	1.5
PCFR	7.8	5.1	7.1	6.4	6.0
EV/EBITDA	12.7	4.9	6.2	4.9	4.0
PSR	0.7	0.6	1.2	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	6.4	14.2	25.1	22.2	19.9
ROA	3.8	9.5	18.7	16.8	15.3
ROIC	6.8	17.7	35.9	38.7	39.6
부채비율	67.0	34.8	33.4	31.2	29.0
순부채비율	29.8	(4.4)	(27.0)	(38.2)	(46.7)
이자보상배율(배)	7.3	47.5	0.0	0.0	0.0

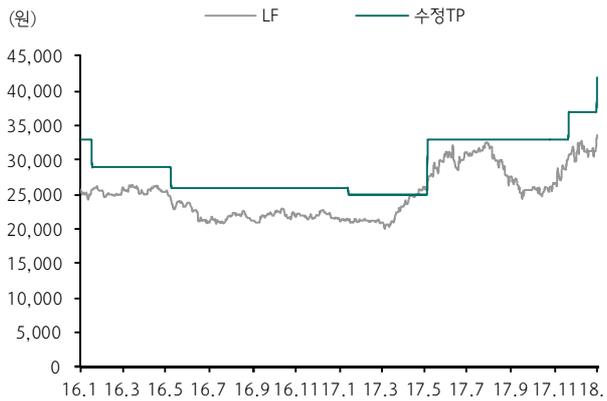
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	163.9	163.1	244.6	329.3	418.8
금융자산	0.1	10.0	77.0	134.1	197.4
현금성자산	0.1	10.0	77.0	134.1	197.4
매출채권 등	53.6	62.1	72.0	83.8	95.1
재고자산	109.6	90.5	95.0	110.6	125.5
기타유동자산	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8
비유동자산	169.5	142.5	136.5	131.3	126.7
투자자산	25.5	0.7	0.9	1.1	1.2
금융자산	0.7	0.7	0.9	1.1	1.2
유형자산	81.2	77.3	71.2	65.9	61.3
무형자산	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
기타비유동자산	61.9	63.5	63.5	63.5	63.5
자산총계	333.4	305.6	381.1	460.5	545.5
유동부채	108.6	64.9	78.1	89.2	99.8
금융부채	47.8	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	50.5	51.7	64.3	74.8	84.9
기타유동부채	10.3	13.2	13.8	14.4	14.9
비유동부채	25.2	14.0	17.4	20.2	23.0
금융부채	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	13.5	14.0	17.4	20.2	23.0
부채총계	133.8	78.9	95.5	109.4	122.7
지배주주지분	199.6	226.7	285.7	351.1	422.8
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	189.3	216.4	275.3	340.8	412.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	199.6	226.7	285.7	351.1	422.8
순금융부채	59.5	(10.0)	(77.0)	(134.1)	(197.4)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	15.7	55.8	72.6	62.7	68.8
당기순이익	12.4	30.2	64.4	70.8	77.0
조정	12.2	12.2	6.1	5.5	4.8
감가상각비	7.5	7.1	6.2	5.4	4.7
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.8)	3.4	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	1.7	(0.1)	0.1	0.1
영업활동자산부채 변동	(8.9)	13.4	2.1	(13.6)	(13.0)
투자활동 현금흐름	(4.6)	16.7	(0.2)	(0.2)	(0.1)
투자자산감소(증가)	0.0	21.4	(0.2)	(0.2)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(6.5)	(4.0)	0.0	0.0	0.0
기타	1.9	(0.7)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(11.2)	(62.6)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
금융부채증가(감소)	(8.8)	(59.6)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.3)	(3.1)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
현금의 증감	(0.1)	9.9	67.0	57.1	63.2
Unlevered CFO	35.0	52.5	90.5	97.1	103.4
Free Cash Flow	9.1	51.6	72.6	62.7	68.8

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LF



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.12.1	BUY	54,000		
17.9.4	BUY	44,000	-7.82%	5.68%
17.5.12	BUY	38,000	-22.13%	0.92%
17.3.21	BUY	34,000	-22.01%	-11.76%
17.2.2	BUY	28,000	-15.65%	-3.75%
16.12.8	BUY	22,000	-21.73%	-8.18%
16.4.5	BUY	20,000	-26.53%	-12.75%
16.1.25	BUY	25,000	-42.74%	-36.80%

신세계인터내셔널



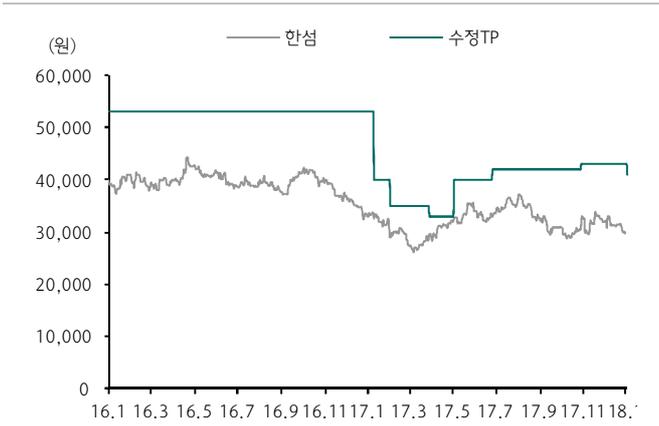
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.1.10	BUY	95,000		
17.11.24	BUY	81,000	-8.99%	-5.93%
17.11.15	BUY	74,000	-10.95%	-7.03%
17.10.16	BUY	70,000	-13.54%	-9.14%
17.7.28	BUY	83,000	-18.66%	-5.30%
17.5.16	Neutral	83,000	-14.50%	-5.30%
17.4.6	BUY	87,000	-14.30%	-9.20%
17.1.18	BUY	80,000	-18.79%	-8.25%
16.11.15	BUY	100,000	-35.38%	-30.70%
16.10.11	BUY	108,000	-28.32%	-24.44%
16.8.17	BUY	90,000	-17.48%	-10.22%
16.7.28	BUY	87,000	-19.57%	-6.44%
16.5.17	Neutral	87,000	-22.20%	-12.76%
16.4.10	BUY	100,000	-22.90%	-20.40%

코엘패션



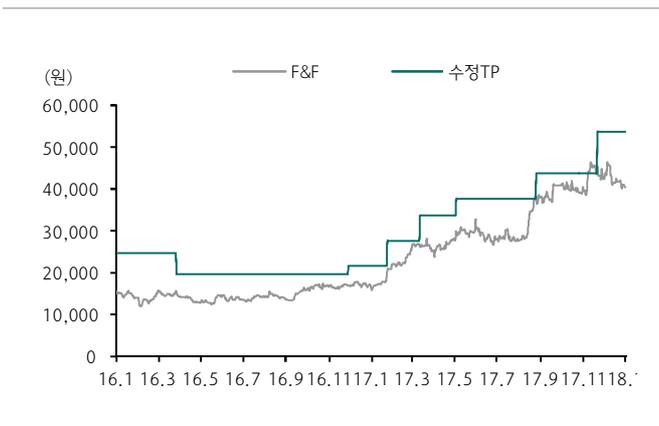
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.28	BUY	6,800		
17.11.7	BUY	6,300	-22.83%	-12.22%
17.11.6	BUY	6,700		
17.8.24	BUY	7,130	-24.71%	-16.55%
17.8.2	BUY	6,000	-17.46%	-2.67%
17.5.24	BUY	4,700	-15.24%	-10.96%
17.1.13	1년 경과		-25.08%	-10.47%
16.1.12	BUY	4,300	-26.68%	-13.02%

한섬



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.1.10	BUY	41,000		
17.11.6	BUY	43,000	-26.25%	-21.16%
17.7.4	BUY	42,000	-21.51%	-11.43%
17.5.11	BUY	40,000	-16.74%	-10.88%
17.4.6	BUY	33,000	-7.49%	-2.27%
17.2.10	Neutral	35,000	-18.59%	-12.00%
17.1.18	BUY	40,000	-19.37%	-16.38%
16.2.5	BUY	53,000	-25.92%	-16.32%
15.7.8	BUY	47,000	-17.39%	-10.21%

F&F



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.12.1	BUY	54,000		
17.9.4	BUY	44,000	-6.33%	5.68%
17.5.12	BUY	38,000	-20.36%	1.97%
17.3.21	BUY	34,000	-20.31%	-8.82%
17.2.2	BUY	28,000	-11.98%	-3.75%
16.12.8	BUY	22,000	-17.99%	0.68%
16.4.5	BUY	20,000	-25.97%	-11.75%
16.1.25	BUY	25,000	-43.05%	-36.80%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.1%	8.3%	0.7%	100.1%

* 기준일: 2018년 1월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이화영)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 1월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이화영)는 2018년 1월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.